

1 États-Unis : est-ce la fin de cycle ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse

Le PIB américain en volume est supérieur de 13 % à son niveau de fin 2007 (et de plus de 30 % en valeur). En moyenne, depuis le début de la reprise, le PIB réel s'est accru à un rythme annualisé de 2 %, ce qui fait de ce cycle l'un des plus longs de l'histoire des États-Unis. L'économie s'approche désormais du plein emploi, sans toutefois générer les pressions inflationnistes attendues à ce stade du cycle, et ce d'autant plus que les gains de productivité ont chuté et que les coûts salariaux unitaires progressent. Les profits se sont redressés de façon spectaculaire dans les premières années mais l'investissement productif est resté particulièrement mou, probablement en raison du ralentissement de la productivité et de débouchés incertains.

- Du côté de l'économie réelle, l'expansion en cours s'est produite au prix de déséquilibres croissants notamment en termes d'endettement. La dette publique a beaucoup augmenté depuis la grande crise et les entreprises se sont également fortement ré-endettées. De leur côté les ménages se sont nettement désendettés depuis la grande récession (avec néanmoins de fortes disparités entre les différentes catégories de ménages).

- C'est sur le plan financier que les déséquilibres sont les plus frappants. En effet, les marchés d'actions apparaissent nettement surévalués au regard des métriques traditionnelles (PER corrigé du cycle) et les taux d'intérêt très en dessous de leur valeur d'équilibre.

Compte tenu de la durée exceptionnelle de ce cycle, le moindre signe de faiblesse fait immédiatement ressurgir le spectre de la « fin du cycle ». Ce fut le cas début 2016, lorsqu'avec l'effondrement du prix du pétrole, l'investissement en biens d'équipement s'était nettement replié (surtout dans le secteur énergétique). En définitive, la consommation des ménages a bien résisté et l'économie n'a pas longtemps dévié de sa trajectoire : sur l'année écoulée le PIB s'est accru de 2,1 % (et probablement d'un peu plus encore au 2^e trimestre 2017, cf. encadré) et le chômage a continué de baisser. Si les cycles ne meurent pas de vieillesse, ils s'achèvent bien en revanche avec les excès qu'ils génèrent dans le temps, que ce soit du côté de l'économie réelle ou des marchés financiers.

Combien de temps l'économie américaine peut-elle continuer de croître à ce rythme ? À quand la prochaine récession ? Quel en sera l'élément déclencheur ? Telles sont les questions que nous aborderons.

Un cycle unique dans l'histoire américaine

Voilà maintenant huit années consécutives que l'activité progresse aux États Unis, ce qui fait de ce cycle le 3^e plus long observé depuis 1850 et le plus long de l'après-guerre.

Mais il s'agit aussi d'une reprise qui a été molle au regard de l'histoire (cf. graphique 1). La plupart des composantes de la demande finale ont mis davantage de temps que dans un cycle traditionnel pour retrouver leur niveau d'avant crise, ce qui s'explique par la nature de la « grande récession », à la fois crise financière et crise économique. Or il est beaucoup plus long de se relever d'une récession lorsqu'elle s'est accompagnée d'une crise bancaire et financière.

Les travaux sur longue période menés par C. Reinhart et K. Rogoff sur l'impact des crises économiques et financières renseignent bien ce point : « **la croissance du PIB et les prix de l'immobilier sont nettement plus faibles et le chômage plus élevé dans la décennie qui suit les crises financières** ». Aujourd'hui, cette décennie s'achève et il est naturel de s'interroger sur le cycle en cours et les déséquilibres observés.

L'essentiel

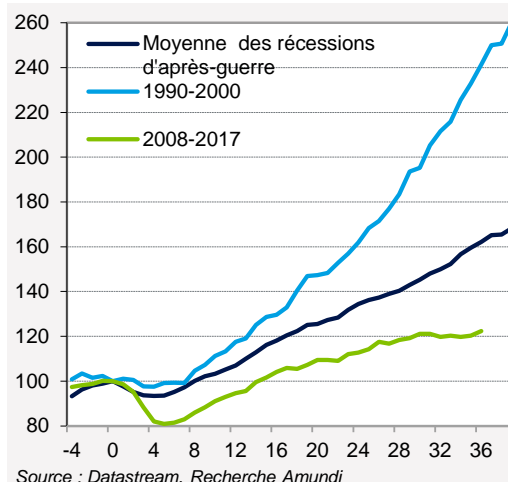
En moyenne, depuis le début de la reprise, le PIB réel s'est accru à un rythme annualisé de 2 %, ce qui fait de ce cycle l'un des plus longs de l'histoire des États-Unis. L'économie s'approche désormais du plein emploi, sans toutefois générer les pressions inflationnistes attendues à ce stade du cycle. Les profits se sont redressés de façon spectaculaire dans les premières années mais l'investissement productif est resté particulièrement mou, probablement en raison du ralentissement de la productivité et de débouchés incertains. Le cycle actuel est fragile.

Du côté de l'économie réelle, l'expansion en cours s'est produite au prix d'une dette publique et privée toujours plus élevée. Sur le plan financier, les marchés d'actions apparaissent nettement surévalués au regard des métriques traditionnelles et les taux d'intérêt très en dessous de leur valeur d'équilibre. Il n'y a pas de risque de récession d'un point de vue économique. Cependant, une correction brutale sur les prix des actifs serait susceptible de faire tomber l'économie en récession.



Vers le cycle le plus long depuis 1850

1 E-U : investissement en biens d'équipement et logiciels (niveau =100 à chaque pic de cycle)



> Que disent les approches statistiques sur la croissance des 2^e et 3^e trimestres 2017 ?

De nombreux travaux empiriques ont pour objectif d'inférer statistiquement le niveau de croissance du trimestre en cours au fil des publications mensuelles. Les travaux effectués par les Fed régionales sont les plus aboutis en la matière. On citera notamment :

- L'indice calculé par la Fed Chicago à partir d'un ensemble de 85 indicateurs mensuels existants. Il s'agit d'extraire la « composante commune » de cet ensemble. Cet indicateur (construit pour être inférieur à 0 quand la croissance tombe en deçà de son potentiel) montre que l'entame du 3^e trimestre se fait sur un rythme de croissance voisin du potentiel, de l'ordre de 2 %.
- D'autres approches ont été développées au sein des banques régionales. Deux mesures retiennent l'attention, celles de la Fed d'Atlanta et celle de la Fed de New York. Elles permettent d'inférer statistiquement une estimation « en temps réels » de la croissance du trimestre en cours à partir des données de fréquence mensuelle. L'avantage par rapport à la méthode précédente est que les données encore manquantes n'empêchent pas une actualisation régulière de l'estimation, à mesure que les données économiques sont publiées. L'information statistique est donc continuellement intégrée pour évaluer la croissance du PIB. **Aujourd'hui, l'estimation de la Fed d'Atlanta indique une croissance de 2,4 % en rythme annualisé pour le 2^e trimestre (avec une contribution de stocks de l'ordre 0,5pp), tandis que celle de New York donne 1,9 %. Dans les deux cas de figure, il s'agit d'une accélération par rapport au T1.**

Ces modèles n'ont pas de réelle vocation prédictive. À noter toutefois, que l'estimation de la Fed de NY, intégrant en sus des données d'activité des données d'enquêtes, donne une première indication sur la croissance du trimestre suivant. À ce jour (17 juillet), l'entame du T3 se fait sur une note plutôt faible (1,8 %). Ce qui semble conforter, l'indice de surprise économique de Citigroup : cet indice permet de mesurer quotidiennement si les séries publiées sont en ligne avec les attentes. Cet indicateur est tombé en territoire très négatif (à son plus bas niveau depuis 2011) au cours des dernières semaines, ce qui signifie que le consensus est encore trop optimiste.

Une reprise riche en profits mais pauvre en investissement productif

La reprise des profits et le faible niveau des taux d'intérêt réels n'ont pas donné lieu aux dépenses d'investissement auxquelles on se serait attendu dans les premières années de ce cycle (hors secteur énergétique). Les entreprises ont préféré faire des investissements financiers parfois en profitant des taux d'intérêt exceptionnellement faibles pour s'endetter et racheter leurs propres actions.

Les éléments de soutien de l'investissement se font plus rares : les marges des entreprises sont sous pression et la part des profits dans la valeur ajoutée tend à décliner (tout en demeurant nettement supérieure à sa moyenne de long terme). De plus la dette des entreprises s'est nettement accrue au cours des dernières années (supérieure à 90 % de leur valeur ajoutée dans le secteur non financier, ce qui ne s'était pas vu depuis 2007). Sauf nouveau choc technologique (ou innovation majeure), ce n'est donc pas à ce stade du cycle que l'investissement va accélérer.

Ceci dit, l'appareil de production vieillit et les entreprises devront continuer d'investir ne serait-ce que pour maintenir en l'état le stock de capital. Le vieillissement du stock de capital est particulièrement marqué du côté des infrastructures publiques. De plus, la resynchronisation du cycle mondial observée depuis la fin 2016 a permis au commerce mondial de redémarrer, avec une embellie dans le secteur manufacturier mondial. La demande étrangère peut donc venir soutenir les dépenses d'investissement des entreprises. Dans ces conditions, nous tablons sur une poursuite des programmes d'investissement mais à un rythme modéré (inférieur à la croissance du PIB).

La consommation des ménages restera résiliente

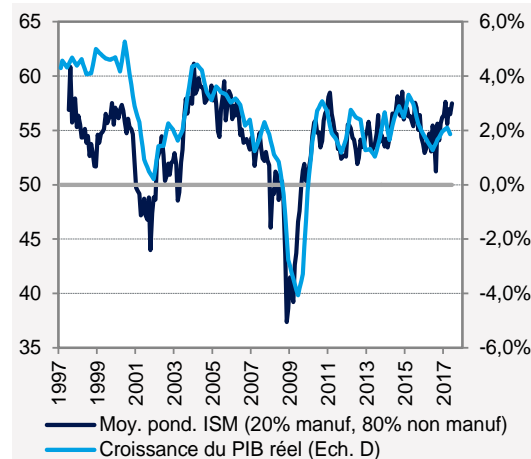
De son côté, la consommation des ménages reste solide nourrie notamment par le dynamisme des créations d'emplois et la persistance d'effets richesse.



La croissance a accéléré au 2^e trimestre, tirée par la consommation



2 E-U : indices ISM vs croissance du PIB réel



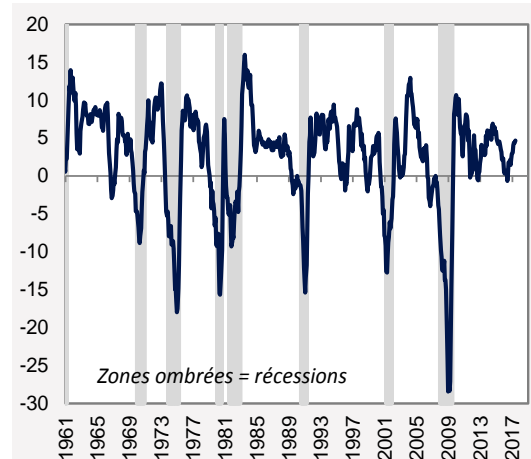
Source : Datastream, Recherche Amundi



Les entreprises devront continuer d'investir pour maintenir en l'état le stock de capital



3 E-U : indicateur avancé du Conference Board, % var. sur 6 mois, annualisée



Source : Datastream, Recherche Amundi

La situation n'a pas radicalement changé depuis un an, à ceci près que le marché du travail est en train de se tendre.

- **Les créations d'emplois ont ralenti ce qui est plutôt naturel à ce stade du cycle.** À mesure que l'économie américaine s'approche du plein emploi, les créations de postes se calent sur l'offre de travail disponible (la croissance de la population active). Les indicateurs construits par les Fed régionales, qui synthétisent les évolutions de très nombreuses variables mesurant l'état du marché du travail, ont continué de s'améliorer depuis le début de l'année
- **Les salaires progressent lentement.** Même si ce mouvement est encore timide, il est appelé à s'amplifier dans une économie proche du plein emploi : il y a visiblement encore un peu de mou sur le marché du travail (faible taux de participation, chômage de longue durée encore élevés etc.), mais de moins en moins. Le mouvement est encore peu perceptible si l'on considère la « compositante rémunérations » de l'indice du coût de l'emploi (ECI) qui est une meilleure mesure de ce qui se produit à l'échelle de toute l'économie¹. En réalité si l'on tient compte de l'inflation, on observe que le pouvoir d'achat des ménages stagne depuis une dizaine d'années. Néanmoins, les chefs d'entreprise sont de plus en plus nombreux à indiquer qu'ils s'attendent à devoir remonter les salaires dans les mois qui viennent. La part de salaires dans la valeur ajoutée est donc appelée à continuer de remonter.
- **Les ménages se sont désendettés et les effets patrimoniaux sont toujours au rendez-vous.** La richesse nette des ménages (en % de leur revenu disponible) est à un pic historique (662 % de leur revenu disponible). Contrairement à une idée reçue cela ne concerne pas seulement les ménages les plus riches détenteurs de titres de portefeuilles. Les ménages qui ont acquis leur logement bénéficient de la montée des prix de l'immobilier.

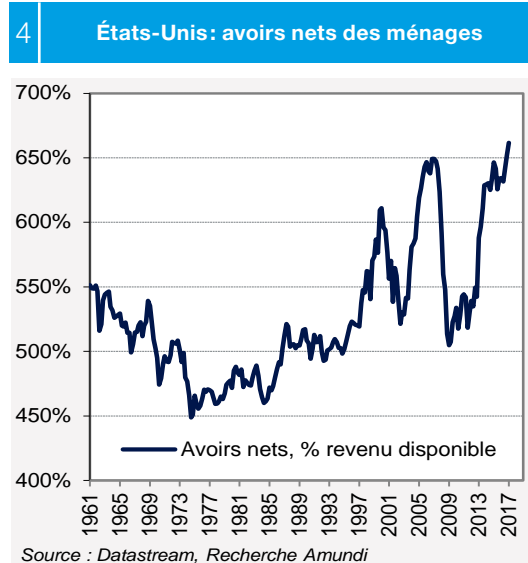
En dépit d'un cycle arrivé à maturité du côté de l'investissement des entreprises, la consommation des ménages semble encore avoir quelques beaux jours. Elle continuera de soutenir la croissance au second semestre 2017 et en 2018.

D'un point de vue fondamental, il n'y a donc pas de raison de voir l'économie américaine tomber en récession. Ce qui explique pourquoi la probabilité de récession (telle que mesurée par l'indice d'anxiété de la Fed de Philadelphie) reste très faible. **La principale faiblesse de l'économie américaine se situe du côté financier : une remontée brutale des taux** d'intérêt ou une correction boursière marquée peuvent précipiter une « fin de cycle ». Car tant du côté des entreprises que des ménages, une chute des actifs provoquerait certainement un choc de confiance. Du côté des entreprises, on observe que la dette n'a pas augmenté lorsqu'elle est rapportée à leurs actifs. Et du côté des ménages, la faiblesse du taux d'épargne des ménages s'explique en partie par la valorisation de leur patrimoine (en incluant l'immobilier). Un recul marqué du prix des actifs durcirait les contraintes d'endettement et pourrait donc précipiter une récession.

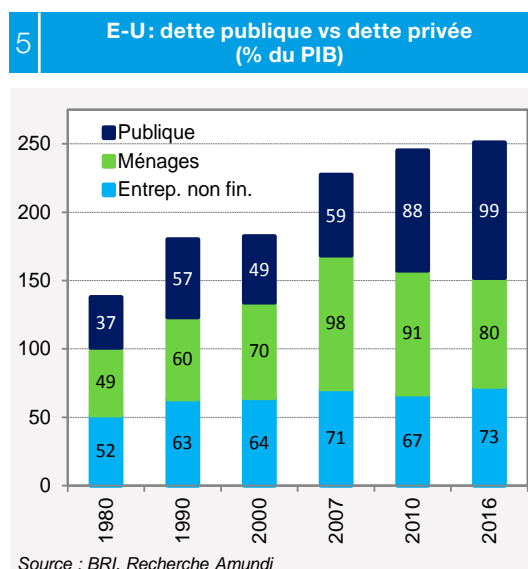
Le consensus des économistes est encore trop optimiste pour 2017 et 2018 (anticipant respectivement 2,2 % de croissance en 2017 et 2,4 % en 2018). Nous prévoyons quant à nous un rythme de 2 % en 2017 et 2018, en tablant sur une modeste expansion fiscale début 2018. À l'horizon 2019, la principale menace qui pèse sur les États-Unis n'est pas la récession mais une « trappe à croissance faible » (disons en deçà de 1,5 %) en raison de facteurs structurels (investissements insuffisants, chute de la productivité). Ce n'est pas la macroéconomie américaine qui va déclencher la prochaine récession mais la fragilité d'un édifice reposant sur la dette qui risque de vaciller en cas de turbulences financières.

Il est en effet frappant d'observer que la dette totale (publique et privée) des États-Unis a continué d'augmenter depuis 2007. Elle s'élève désormais au même niveau qu'en zone euro ou qu'en Chine (250 % du PIB). Des niveaux qui ne seraient pas soutenables si la croissance venait à ralentir durablement...

¹ Il y a plusieurs explications possibles au manque de réaction des salaires : soit la courbe de Phillips s'est aplatie aux États-Unis pour des raisons structurelles (productivité, mondialisation), soit l'évolution du taux de chômage ne reflète pas (ou mal) le déséquilibre sur le marché du travail.



“ La richesse nette des ménages est au plus haut ”





Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Factor Investing : The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**
MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*,
ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**
THIERRY RONCALLI – *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Huile de Palme_ Le dilemme environnemental**
ELSA BLOTIÈRE, JULIEN GROUILLET, AURÉLIE RENARD – *Analyse ESG*
- **The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU – *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?**
CATHERINE CROZAT – *Analyse ESG*

Éditions spéciales_ Élection présidentielle française 2017

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent... retour aux fondamentaux**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #8 – **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 – **Premier tour de l'élection présidentielle : Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 – **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection ?**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALÉRIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images - traveler1116